



COVID-19 – Chapitre III : Politiques hors du commun pour prévenir une profonde récession

La situation mondiale a évolué rapidement depuis la publication de nos deux premiers rapports sur la COVID-19. Dans ce troisième chapitre, nous faisons part de nos réflexions sur la récession sévère mais possiblement brève qui frappe le pays et sur les mesures budgétaires et monétaires hors du commun récemment annoncées à Ottawa pour atténuer le choc.

Paralysie économique et grande vague de mises à pied

Les Canadiens font face à la phase d'*accélération* de l'épidémie. La fermeture des entreprises jugées non essentielles dans la plupart des provinces sera coûteuse pour de nombreuses d'entre elles, surtout celles qui étaient jusque-ici toujours en mesure d'exercer leurs activités. L'Ontario et le Québec sont d'importants fournisseurs pour d'autres provinces canadiennes et participent activement au commerce interprovincial. La situation s'aggrave en Alberta puisque l'offre de pétrole abondante et les capacités insuffisantes de stockage ont mené le prix du pétrole lourd Western Canada Select à moins de 5\$ US le baril en début de semaine.

Selon la courbe de propagation du coronavirus en Chine, le nombre de nouveaux cas a atteint un sommet environ un mois et demi après la détection du premier cas et a fortement ralenti après trois mois. Aujourd'hui, le nombre de nouveaux cas est pratiquement nul et l'activité économique reprend dans plusieurs régions de la Chine. L'activité manufacturière était même légèrement en expansion lors du mois de mars, après avoir ralenti comme jamais en février. Toutefois, il serait prématuré de conclure sur la base de ce portrait que toutes les entreprises canadiennes reprendront leurs activités à plein régime en mai et en juin. L'activité économique au Canada, en particulier le secteur des exportations, devrait rester déprimée. En effet, les États-Unis, notre principal partenaire commercial, sont récemment devenus le nouvel épice de la COVID-19. Compte tenu de la fermeture des entreprises non essentielles, nous n'avons d'autre choix que de réviser considérablement à la baisse nos prévisions à l'égard du PIB réel canadien. Nous prévoyons un repli mensuel du PIB réel de 4,0 % en mars et de 18,0 % en avril. Pour le deuxième trimestre, un plongeon de -25 à -30 % sur trois mois (taux annualisé) est maintenant envisageable, par rapport à notre estimation de -10 à -15 % de la semaine dernière.

La détérioration des conditions du marché du travail est l'autre conséquence défavorable majeure du choc économique lié à la COVID-19. Confrontées à une baisse accablante de leurs revenus, nombre d'entreprises doivent mettre à pied une majorité de leurs employés. Près de 5M de travailleurs sont à risque de perdre leur emploi en mars et en avril, soit plus du quart de l'emploi total au pays. En réponse, le gouvernement fédéral a annoncé une prestation canadienne d'urgence la semaine dernière. Ce nouveau fonds versera 2 000 \$ par mois, pendant un maximum de quatre mois, aux Canadiens qui perdent leur revenu en raison de la pandémie. Ce montant représente environ la moitié du revenu de travail des Canadiens selon les données de l'EERH qui établissent à 1 000 \$ le revenu hebdomadaire moyen. Combiné à d'autres types d'aide et allègements fiscaux provinciaux, ce vaste plan financier contribuera également à contenir une hausse des défauts de paiements hypothécaires et autres, dans la mesure où l'argent arrive rapidement entre les mains des Canadiens.

Le fédéral aidera également les entreprises

Le gouvernement fédéral a décidé de revoir à la hausse son soutien aux entreprises. Le taux de subvention salariale sera de 75 % pour les entreprises qui encaissent une perte de revenu de 30% et plus. Ceci atténuera les pertes d'emplois dans les semaines à venir et permettra aux entrepreneurs de prendre leur souffle pour être en mesure de reprendre leurs activités dans quelques semaines. Également, Ottawa a annoncé un nouveau programme pour les petites entreprises. Ces dernières pourront demander aux institutions financières un prêt allant jusqu'à 40 000 \$ sans intérêt pour la première année, incluant une tranche de 10 000\$ non remboursable sous



certaines conditions. Les prochaines mesures du fédéral pourraient comprendre une aide financière aux grandes sociétés oeuvrant dans des secteurs directement exposés à la pandémie, la création de facilités de prêt et des subventions en vertu de certaines garanties, comme des limites temporaires de versements de dividendes et de rachats d'actions. Un report prolongé des versements de TPS et des cotisations des employeurs au RPC pourraient aussi faire partie des mesures visant à atténuer les pressions exercées sur les flux de trésorerie.

Les nouvelles mesures prises par Ottawa à l'égard des entreprises étaient nécessaires pour éviter un effondrement de l'économie. En raison de la vulnérabilité financière bien connue des sociétés, cette aide devra toutefois arriver rapidement. Premièrement, le ratio dette-PIB des sociétés privées non financières canadiennes a récemment atteint 217 %, selon la Banque des règlements internationaux. Deuxièmement, comme l'indique la [Revue du système financier de la Banque du Canada \(BdC\) de juin 2019](#), la part des sociétés dont le ratio de couverture des intérêts est inférieur à 1 est plus élevée aujourd'hui (12 %) qu'avant la crise financière de 2008-09. Troisièmement, plus de la moitié de l'augmentation du financement par obligations corporatives des compagnies provient des sociétés de l'univers à *haut rendement (high yield)*, plus risqué, au cours des dernières années. Quatrièmement, selon un [sondage](#) réalisé à la mi-mars auprès de 11 000 PME par la Fédération canadienne de l'entreprise indépendante, près d'un tiers d'entre elles ont déclaré qu'elles ne survivraient probablement pas plus d'un mois dans les conditions actuelles. Par contre, étant donné les nouvelles mesures du gouvernement fédéral énoncées ci-haut, nous n'entrevoyons pas un tel scénario.

La Banque du Canada utilisera d'autres outils non conventionnels pour soutenir l'économie

Au cours des dernières semaines, la BdC a acheté des obligations hypothécaires canadiennes sur le marché secondaire, des titres de créance provinciaux à court terme sur le marché primaire et des achats hebdomadaires d'acceptations bancaires. Grâce à ces mesures, la liquidité du marché, en particulier dans le secteur des obligations corporatives, s'est quelque peu améliorée vers la fin du mois de mars.

Plus récemment, le 27 mars dernier, la BdC a réagi à nouveau. Elle a réduit le taux cible du financement à un jour de 0,75 % à 0,25 %. Lors de la conférence de presse qui a suivi cette annonce, le gouverneur Poloz a indiqué qu'il n'envisageait pas de faire passer le taux directeur en territoire négatif. Selon nous, l'une des raisons derrière ce commentaire est le résultat mitigé de l'expérimentation de taux négatifs menée par la *Riskbank* de Suède entre 2015 et 2019. Dans un [article](#) publié en 2019, l'ancien secrétaire au Trésor américain Larry Summers a constaté que les taux directeurs négatifs en Suède n'avaient pas réussi à stimuler le crédit bancaire. Les taux de dépôt des banques suédoises se sont rigidifiés et n'ont pas suivi le taux directeur sous zéro. Dans un autre [article](#), les économistes de la *Riskbank* ont constaté que les taux d'emprunt n'ont pas suivi la baisse du taux directeur en territoire négatif.

Cette même journée, la BdC a aussi annoncé la mise en place d'un Programme d'achat de papier commercial. De plus, la BdC utilisera deux autres outils non traditionnels de sa trousse : les achats massifs d'actifs et les *indications prospectives (forward guidance)*. Premièrement, la BdC s'est engagée à acheter l'équivalent de 5 G\$ d'obligations fédérales de référence par semaine sur le marché secondaire. Plutôt que de poursuivre l'objectif traditionnel des achats d'actifs de comprimer la courbe de rendements, la BdC tente de soutenir une certaine liquidité sur les marchés obligataires canadiens. Les indications prospectives visent quant à elles à communiquer au marché l'intention de la banque centrale de maintenir les politiques en place pendant un bon moment et ainsi restaurer une certaine confiance: « Le programme sera revu en fonction de l'évolution des conditions, mais se poursuivra jusqu'à ce que la reprise économique soit bien engagée. » Les participants aux marchés devraient donc s'attendre à des achats hebdomadaires d'obligations fédérales de 5 G\$ au moins jusqu'à la fin de 2020, pour un total de 195 G\$ ou l'équivalent de 8 % du PIB. Dans des conditions financières normales, l'effet cumulatif de ces achats équivaldrait à une réduction d'environ 150 points de base (pdb) du taux directeur. En effet, un programme d'assouplissement quantitatif d'achats d'obligations de 1,5 % du PIB correspond à une réduction de 25 pdb du taux directeur selon une règle générale proposée par [Gagnon and Sack](#) publiée en 2019. En additionnant cette réduction aux 150 pbd du taux directeur déjà mis en place, l'équivalent de 300 pdb de détente monétaire a été annoncé par la Banque du Canada en mars. En comparaison, la BdC avait réduit son taux directeur de 375pdb lors de la crise financière de 2008-09.

Ultimement, cela contribuera à maintenir les taux obligataires sur 2 ans, 5 ans et 10 ans plus près de leur creux historique de 0,50 % jusqu'à ce qu'une reprise économique en deuxième moitié d'année soit entamée. En même temps, le programme d'achats massifs d'actifs limitera les coûts d'emprunt du gouvernement fédéral, car le déficit budgétaire devrait atteindre au moins 113 G\$ (5,2 % de la taille de l'économie) à l'exercice 2020-21 selon les nouvelles projections du directeur parlementaire du budget du Canada.

Pour la suite des choses, la BdC dispose également de nombreux autres outils non traditionnels qu'elle peut utiliser si la situation économique se détériore. Par exemple, la BdC pourrait simplement augmenter ses achats d'actifs à plus de 5G\$ par semaine ou annoncer un assouplissement quantitatif illimité comme le fait la Réserve fédérale américaine. Au besoin, la BdC pourrait aussi tenter de « contrôler » la courbe de rendements, comme la Banque du Japon le fait depuis quelque temps. Les achats d'actifs pourraient être étendus plus tôt que tard aux obligations corporatives et provinciales. Selon l'article 18 de la Loi sur la Banque du Canada, les dirigeants de la BdC disposent d'une grande flexibilité : « si le gouverneur estime qu'une tension grave et exceptionnelle s'exerce sur un marché financier ou le système financier, [il peut] acheter et vendre tous titres et autres instruments financiers dans la mesure nécessaire selon lui ». Enfin, dans des conditions de marché extrêmement difficiles, la BdC pourrait lancer un mécanisme de financement pour les institutions financières appelé « financement du crédit ». Le gouverneur Poloz a d'ailleurs mentionné cet outil lors d'une allocution en décembre 2015 : « (...) la banque centrale offrirait du financement garanti à un taux bonifié dans la mesure où les banques respectent des objectifs précis en matière d'octroi de prêts. » Cela dit, il n'existe aucun ordre préétabli quant à la prochaine intervention de la BdC. La prochaine étape hors du commun appropriée dépendra des circonstances économiques et financières mais débutera probablement par un élargissement du programme d'achat d'actifs.

Sébastien Lavoie | Économiste en chef
514 350-2931 | lavoies@vmbi.ca

Le présent document est publié à titre d'information seulement. Il ne doit pas s'interpréter comme un guide de placement ni comme une offre de vente ou une sollicitation d'achat des titres qui y sont mentionnés. L'auteur est un employé de Valeurs mobilières Banque Laurentienne (VMBL), une filiale en propriété exclusive de la Banque Laurentienne du Canada. L'auteur a pris toutes les mesures usuelles et raisonnables pour vérifier si les renseignements qui figurent dans le présent document sont tirés de sources considérées comme étant fiables et que les procédures utilisées pour les résumer et les analyser sont fondées sur les pratiques et les principes reconnus dans le secteur des placements. Toutefois, les forces du marché sous-jacentes à la valeur des placements peuvent évoluer de façon soudaine et importante. Par conséquent, ni l'auteur ni VMBL ne peuvent donner quelque garantie que ce soit en ce qui concerne l'exactitude ou l'intégralité de l'information, de l'analyse et des opinions qui figurent dans le présent document ou leur utilité ou pertinence dans une situation donnée. Vous ne devriez pas effectuer de placement ni procéder à une évaluation de portefeuille ou à une autre opération en vous fondant sur le présent document. Vous devriez plutôt consulter au préalable votre conseiller en placement, qui peut analyser les facteurs pertinents à un placement ou à une opération proposés. VMBL et l'auteur se dégagent de toute responsabilité de quelque nature que ce soit à l'égard de tout préjudice découlant de l'utilisation de ce document ou de son contenu contrevenant à la présente clause. Le présent rapport, y compris l'information, les opinions et les conclusions qui y figurent, en totalité ou en partie, ne peut être distribué, publié, mentionné ou reproduit de quelque manière que soit sans le consentement écrit préalable de Valeurs mobilières Banque Laurentienne.